

Schweizer Pfandbriefe

Immobilienfinanzierung am Schweizer Kapitalmarkt

Fokus Fixed Income | 3. Juli 2025

Executive Summary

Hohe und weiter steigende Immobilienpreise sind in der Schweiz mit einem Wachstum der von Schweizer Banken vergebenen Hypothekarkredite einhergegangen. Entsprechend sind auch die Verschuldung der Privathaushalte und das Kreditvolumen der Schweizer Banken im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt gestiegen. Die Schweiz hat gemäss Zahlen des Internationalen Währungsfonds (IWF) inzwischen die höchste Verschuldung der Privathaushalte in Prozent des BIP.

Der Anstieg der Inflation im Zuge der Corona-Pandemie hatte es der Schweizerischen Nationalbank (SNB) ermöglicht, den Leitzins wieder in den positiven Bereich anzuheben und ihre Devisenreserven abzubauen. Durch diesen Abbau sinkt auch die Liquidität im Bankensystem, sodass die Refinanzierung von Hypotheken mit Kundeneinlagen tendenziell abnimmt. Dadurch gewinnt die Refinanzierung über den Kapitalmarkt an Bedeutung.

Der Schweizer Pfandbrief ist mit einem Anteil von mehr als einem Drittel die Titeltitelkategorie mit dem grössten Volumen im Inlandsegment des CHF-Anleihenmarktes. Im Gegensatz zum Ausland sind in der Schweiz aufgrund des Pfandbriefgesetzes nur zwei Institute zur Ausgabe von Pfandbriefen berechtigt: die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken und die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute. Daneben haben nach ausländischem Recht statuierte Covered Bonds eine lange Tradition am CHF-Kapitalmarkt, wohingegen Covered Bonds nach Schweizer Recht aufgrund eines fehlenden Covered Bond Gesetzes und der damit einhergehenden Möglichkeit einer besseren regulatorischen Behandlung nach wie vor ein tieferes Volumen vorweisen.

Der Schweizer Pfandbrief unterscheidet sich vom ausländischen Pfandbrief und anderen vermögensbesicherten Anlagen insbesondere durch seine mehrstufigen Sicherheitsvorkehrungen, die Beschränkung auf inländische Deckungsobjekte und das Spezialbankenprinzip. Im AAA-Segment ist er dank hoher Liquidität und breiter Laufzeitendeckung eine bei institutionellen Anlegern gefragte CHF-Anlage.

Das Credit Research der Zürcher Kantonalbank stuft die Pfandbriefe der beiden Schweizer Pfandbriefgesellschaften mit der Höchstnote AAA/stabil ein. Die ausgezeichnete Bonität basiert auf dem laufend überwachten Deckungspool, der hohen Rechtssicherheit des spezialgesetzlich geregelten Pfandbriefwesens in der Schweiz, der restriktiven Belehnungspolitik sowie der Bonität der jeweiligen Mitgliedbanken. Einen negativen Einfluss auf das Rating hätten ein starker Wertverfall am Schweizer Immobilienmarkt, eine schwere Bankenkrise in der Schweiz oder eine Herabstufung der Kreditwürdigkeit der Eidgenossenschaft.



Themenstudie

Analyst:

Akkio Mettler

+41 44 292 33 47

akkio.mettler@zkb.ch

Inhaltsverzeichnis

1 Immobilienfinanzierung in der Schweiz	3
2 Markt für Pfandbriefe und Covered Bonds.....	5
3 Schweizer Pfandbriefe	7
3.1 Mehrstufiger Sicherungsmechanismus	8
3.2 Pfandbriefbank und Pfandbriefzentrale	9
3.2.1 Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute	10
3.2.2 Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken	11
3.3 Gute Bonitätsnoten für die Mitgliedbanken.....	11
4 Covered Bonds als Alternative	13
4.1 Covered Bond am Beispiel der Valiant Bank	13
5 Bedeutung von Pfandbriefen und Covered Bonds für Banken	14
5.1 High Quality Liquid Assets.....	14
5.2 Stehende Fazilitäten der SNB zur Liquiditätsversorgung	15
5.3 Neue Instrumente zur Liquiditätsversorgung.....	15
6 Ausblick.....	17

Tabellen- und Abbildungsverzeichnis

Tabelle 1: ZKB Prognosen Immobilienmarkt	3
Tabelle 2: Kennzahlen Pfandbriefbank.....	10
Tabelle 3: Kennzahlen Pfandbriefzentrale	11
Tabelle 4: Vom Credit Research der Zürcher Kantonalbank eingestufte Mitgliedbanken	12
Tabelle 5: HQLA-Kategorien	14
Abbildung 1: Immobilienpreisentwicklung in der Schweiz, indexiert (1.1.2015 = 100)	3
Abbildung 2: Entwicklung Angebotsmieten in der Schweiz, indexiert (1.1.2015 = 100).....	3
Abbildung 3: Kreditvolumen und Hypothekenwachstum (CHF Mrd, %)	4
Abbildung 4: Verschuldung Privathaushalte und Staat in % des BIP, 2023	4
Abbildung 5: Passivseite Banken, Kundeneinlagenrefinanzierungsgrad, in %	5
Abbildung 6: Anleihenvolumen (CHF Mrd).....	5
Abbildung 7: Immobilienbesicherte CHF-Anleihen (CHF Mrd).....	5
Abbildung 8: Spread zur CHF-Swapkurve für Pfandbriefe und Covered Bonds.....	6
Abbildung 9: Spread zur CHF-Swapkurve für Pfandbriefe und Eidgenossen.....	7
Abbildung 10: Sicherungsmechanismus.....	8
Abbildung 11: Deckungsstock der Pfandbriefbank nach Deckungswerten, Ende 2024	10
Abbildung 12: Deckungsstock der Pfandbriefbank in CHF Mrd, Ende 2024	10
Abbildung 13: Deckungsstock der Pfandbriefzentrale nach Deckungswerten, 1Q25.....	11
Abbildung 14: Deckungsstock der Pfandbriefzentrale in CHF Mrd, März 2025	11
Abbildung 15: HQLA Kategorie 2a (CHF Mrd).....	14
Abbildung 16: SNB-Bilanzgrössen und CHF-Anleihenmarkt (CHF Mrd)	15

1 Immobilienfinanzierung in der Schweiz

Der Schweizer Immobilienmarkt wurde in den letzten Jahren zuerst von der Corona-Pandemie und danach vom Anstieg der Inflation und der darauf reagierenden Geldpolitik stark beeinflusst. Nach dem Börseneinbruch in der Anfangsphase der Corona-Pandemie hat sich der Immobilienmarkt entgegen ursprünglichen Erwartungen sehr robust entwickelt. Die Lockdowns haben das Leben in die eigenen vier Wände verlagert und einerseits zum Wunsch nach Sicherheit in Form von Wohneigentum geführt, andererseits aber auch die Ansprüche an den Wohnraum erhöht. Ein wichtiger Trend ist bis heute die gestiegene Verbreitung des Homeoffice. Neben dem Bedarf nach zusätzlichem Raum für die Arbeit von zu Hause aus hat sich die Nachfrage nach Wohnraum von den Zentren in ländlichere Regionen verschoben. Dabei fielen längere Arbeitswege bei der Suche nach einem geeigneten Wohnort weniger ins Gewicht. Die Lockdowns schränkten die Bautätigkeit zu Beginn der Pandemie ein. Danach führten Probleme in den Lieferketten zu einem starken Anstieg der Baukosten, sodass eine gestiegene Nachfrage auf ein gesunkenes Angebot traf und die Immobilienpreise im Wohnsegment stark anstiegen. Bei Büroliegenschaften hat dagegen vor allem der Trend zum Homeoffice die Nachfrage gesenkt, sodass die Preise in diesem Segment unter Druck gerieten bzw. es noch immer sind.

Der zunächst von den Notenbanken unterschätzte Inflationsdruck veranlasste diese zu starken Zinserhöhungen, um auf den Inflationsanstieg zu reagieren. In der Schweiz erhöhte die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Leitzins seit Juni 2022 von -0.75% auf 1.75% im Juni 2023. Mit einem Anstieg um 2.5 Pp fiel dieser im Vergleich zu den Zinserhöhungen von Zentralbanken anderer wichtiger Währungen moderat aus, entfaltete aber trotzdem eine bremsende Wirkung auf die Immobilienpreise. Im März 2024 leitete die SNB einen Zinssenkungszyklus ein, der mit der letzten Zinssenkung im Juni 2025 den Leitzins auf 0% reduzierte. Dadurch haben sich die Finanzierungsbedingungen für Immobilien verbessert, was wiederum zu einem Anstieg der Immobilienpreise geführt hat.

Für 2025 erwarten wir weiterhin steigende Preise. Nachdem die gestiegenen Zinsen die Vermarktung von Neubauprojekten erschwert haben, nimmt das Angebot wieder ab und liegt nur noch leicht über dem Durchschnitt vergangener Jahre. Damit verschärft sich die Angebotsknappheit am Markt für Wohnimmobilien wieder, was für steigende Preise sorgen dürfte. Die Finanzierungskonditionen verbessern sich weiter, auch wenn die Aktivmargen der Banken 2024 gestiegen sind, was auf ein knapperes Kreditangebot hinweisen könnte. Dies hat den Zinsrückgang jedoch höchstens leicht gebremst. Insgesamt ist Wohneigentum im Vergleich zur Miete wieder günstiger geworden.

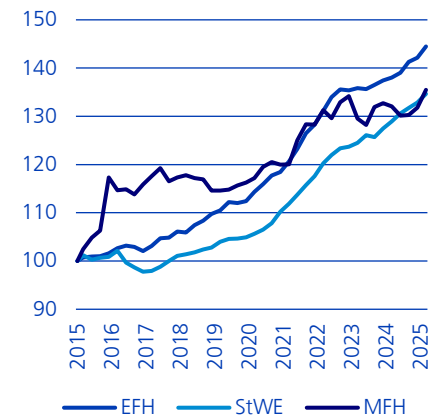
Tabelle 1: ZKB Prognosen Immobilienmarkt

Stand: Juni 2025		2023	2024	2025	2026
Bautätigkeit	Schweiz	47'700	42'000	43'000	46'000
Neu erstellte Wohnungen	Kanton Zürich	10'000	8'000	9'000	8'500
Nettozuwanderung					
Anzahl Personen	Schweiz	98'900	83'400	80'000	75'000
Leere Mietwohnungen					
	Schweiz	44'200	40'400	39'000	38'000
	Kanton Zürich	3'200	3'500	3'300	3'200
Angebotsmieten					
Wohnen ¹	Schweiz	4.70%	3.20%	2.00%	1.50%
	Kanton Zürich	8.40%	4.80%	2.50%	2.00%
Preise Wohneigentum²					
	Schweiz	2.30%	3.80%	4.00%	4.00%
	Kanton Zürich	3.70%	3.30%	4.50%	4.50%
Referenzzinssatz					
	Schweiz	1.75%	1.75%	1.25%	1.25%

¹ homegate.ch Angebotsmieten ² Für den Kanton Zürich ZWEX, für die Schweiz Wüest Partner Mischindex (EFH & StWE)

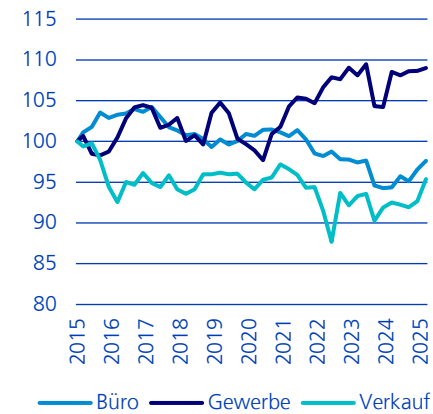
Quelle: ZKB

Abbildung 1: Immobilienpreisentwicklung in der Schweiz, indexiert (1.1.2015 = 100)



Quelle: ZKB, SNB, Wüest & Partner

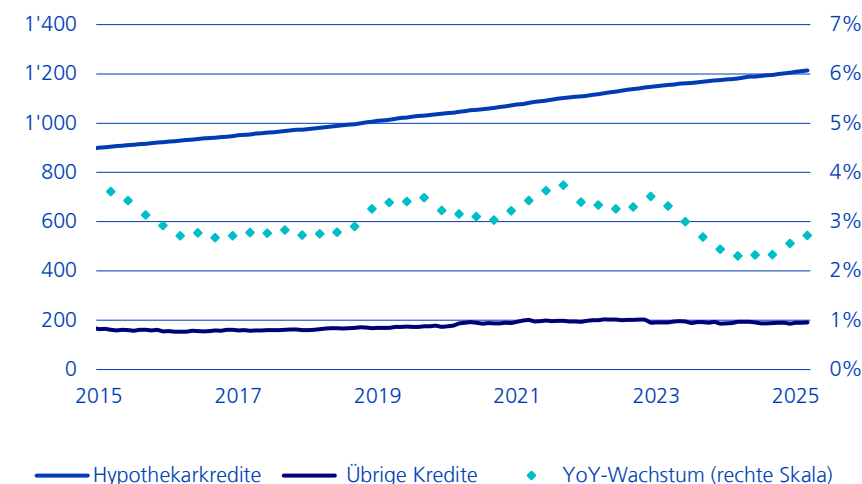
Abbildung 2: Entwicklung Angebotsmieten in der Schweiz, indexiert (1.1.2015 = 100)



Quelle: ZKB, SNB, Wüest & Partner

Die steigenden Immobilienpreise haben auch das Volumen der von den Banken vergebenen Hypothekarkredite wachsen lassen. Nach wie vor vergeben Banken die meisten Hypotheken. Schätzungen zufolge liegt der Marktanteil der Banken bei 95%, der von Pensionskassen und Versicherungen bei 5%. Die Zinserhöhungen der SNB führten ab Mitte 2022 zumindest zu einer merklichen Verlangsamung des Hypothekenwachstums. Einen bremsenden Effekt dürften auch die neuen Regulierungen zu den Kapitalvorschriften nach Basel III gehabt haben, die jedoch hauptsächlich Renditeobjekte mit hoher Belehnung betreffen. Seit die SNB wieder in den Zinssenkungsmodus umgeschaltet hat, nimmt das Hypothekenwachstum wieder spürbar zu.

Abbildung 3: Kreditvolumen und Hypothekenwachstum (CHF Mrd, %)



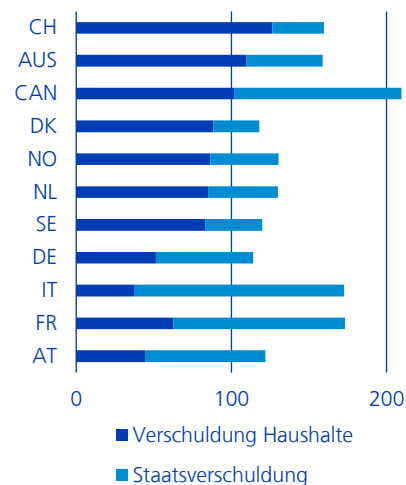
Quelle: ZKB, SNB

Das wachsende Hypothekenvolumen macht sich auch in volkswirtschaftlichen Messgrössen bemerkbar, wie der Verschuldungsstatistik des Internationalen Währungsfonds (IWF). Die Schweiz weist gemäss Zahlen des IWF im internationalen Vergleich eine sehr tiefe Bruttostaatsverschuldung von 33.7% des Bruttoinlandprodukts (BIP) aus (per Ende 2023). Zugleich ist die Verschuldung der Privathaushalte mit 126% des BIP eine der höchsten weltweit. Ebenfalls eine hohe Verschuldung der Privathaushalte weisen Kanada und Australien auf. In Europa verzeichnen neben der Schweiz die skandinavischen Länder Dänemark, Norwegen und Schweden sowie die Niederlande eine hohe Verschuldung der Privathaushalte. Bis auf Kanada weisen diese ebenfalls tiefe Werte für die Bruttostaatsverschuldung aus. In den Nachbarländern der Schweiz – Deutschland, Italien, Frankreich und Österreich – ist die Verschuldung der Privathaushalte deutlich tiefer. Zugleich liegen die Werte für die Staatsverschuldung höher.

Der grösste Anteil der Privatverschuldung entfällt auf Hypotheken, obwohl die Schweiz mit 36% eine niedrige Wohneigentumsquote aufweist. Laut Bundesamt für Wohnungswesen hat die Schweiz damit die tiefste Wohneigentumsquote in Europa. Das inländische Kreditvolumen der Banken per Ende 2024 betrug CHF 1'392 Mrd. Dies entspricht 167% des BIP im Jahr 2024. Von diesen Krediten waren CHF 1'205 Mrd bzw. 87% Hypothekarkredite. Das hohe ausstehende Kreditvolumen des Finanzsektors ist denn auch einer der Risikofaktoren, der von Ratingagenturen für die Bonität der Schweizerischen Eidgenossenschaft genannt wird.

Gemäss SNB-Bankenstatistik haben die Kredite an Nichtbanken einen Anteil von rund 57% der Aktiven aller Banken. Von diesen Krediten sind gemäss dieser Statistik 77% Hypotheken. Die wichtigste Refinanzierungsquelle für diese Ausleihungen sind

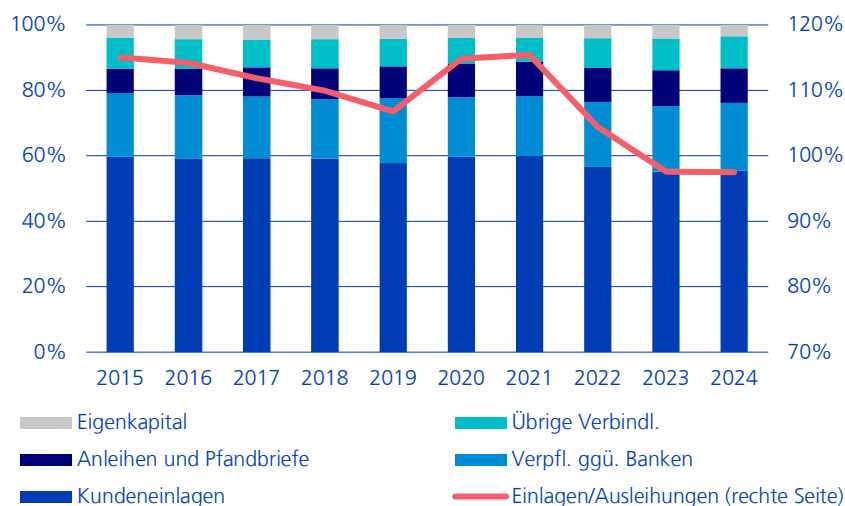
Abbildung 4: Verschuldung Privathaushalte und Staat in % des BIP, 2023



Quelle: ZKB, IWF

Kundeneinlagen. Die Schweizer Banken refinanzieren ihre Bilanzen zu 55% aus Kundeneinlagen. Damit liegt ihr Kundeneinlagenrefinanzierungsgrad bei 97%. Der Kundeneinlagenrefinanzierungsgrad ist jedoch über die Jahre gesunken und lag im Jahr 2023 erstmals unter 100%. Ein Grund dafür ist das stetige Wachstum der Hypothekenausleihungen. Der Rückgang in der jüngeren Vergangenheit dürfte auch auf die Änderung der Geldpolitik der SNB zurückzuführen sein, die dem Bankensystem Liquidität entzogen hat. Dadurch gewinnt die Refinanzierung über den Kapitalmarkt an Bedeutung.

Abbildung 5: Passivseite Banken, Kundeneinlagenrefinanzierungsgrad, in %

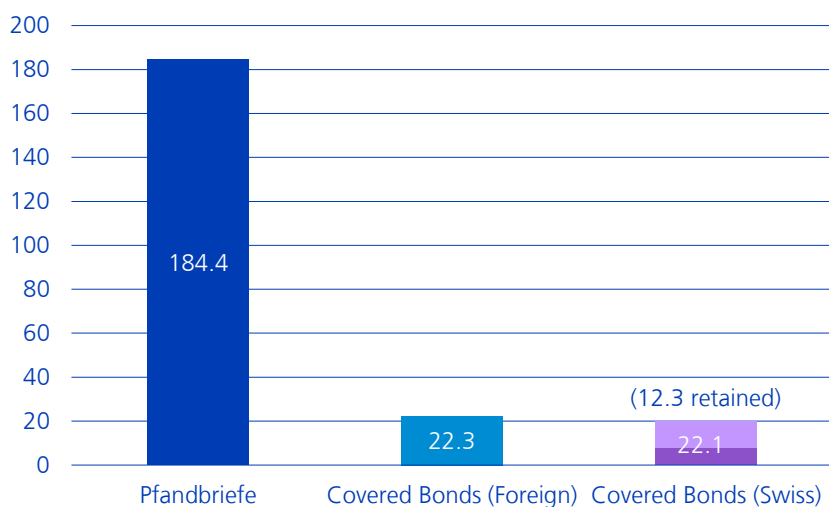


Quelle: ZKB, SNB

2 Markt für Pfandbriefe und Covered Bonds

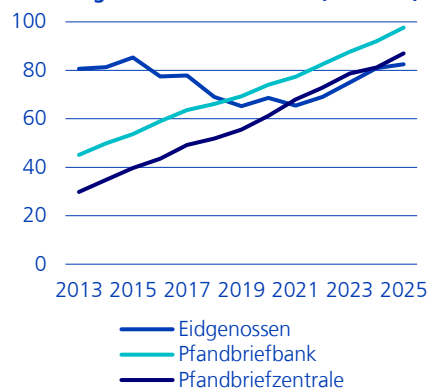
Das ungleiche Verhältnis bei der Verschuldung spiegelt sich auch am CHF-Kapitalmarkt wider. Dort übertrifft das Anleihenvolumen der hypothekenbesicherten Pfandbriefe das der Eidgenossenschaft deutlich. Schweizer Pfandbriefe sind die wichtigste Refinanzierungsquelle für Schweizer Banken am Kapitalmarkt. Daneben nutzen Banken ebenfalls mit Hypotheken besicherte Covered Bonds.

Abbildung 7: Immobilienbesicherte CHF-Anleihen (CHF Mrd)



Quelle: ZKB, SIX, Bloomberg

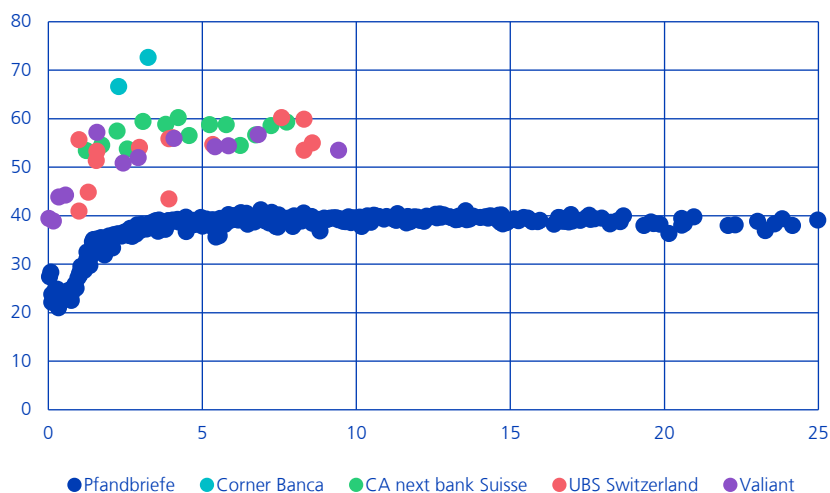
Abbildung 6: Anleihenvolumen (CHF Mrd)



Quelle: SIX, ZKB

Schweizer Pfandbriefe stellen im AAA-Segment des CHF-Anleihenmarktes eine valable Alternative zu Anleihen der Eidgenossenschaft dar. Die Anleihen sind standardisiert, lauten nur auf Schweizer Franken, sind über viele Laufzeiten erhältlich, festverzinslich und weisen dank dem Pfandbriefgesetz eine hohe Stabilität und Rechtssicherheit auf. Zudem gehören sie zu den SNB-repofähigen Effekten, weshalb sie auch im Repogeschäft eine bedeutende Stellung haben. Während die Verschuldung der Eidgenossenschaft aufgrund der Schuldenbremse relativ stabil bleibt, spricht derzeit wenig gegen ein weiteres Wachstum des ausstehenden Volumens von Schweizer Pfandbriefen. Mit einem Anteil von über einem Drittel am Volumen im Inlandsegment des Anleihenmarktes sind die Pfandbriefe der grösste Sektor.

Abbildung 8: Spread zur CHF-Swapkurve für Pfandbriefe und Covered Bonds



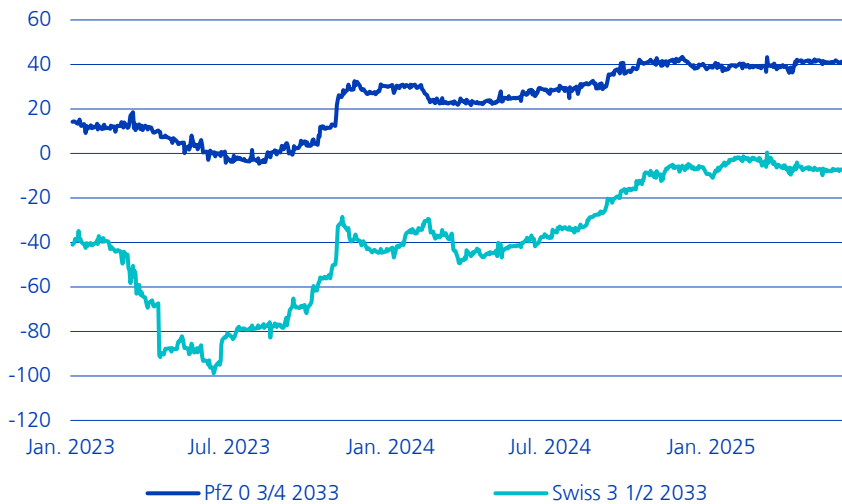
* Abrufdatum 26.06.2025

Quelle: ZKB, Bloomberg

Wie die Verteilung des Spread zur CHF-Swapkurve zeigt, sind Pfandbriefe für sicherheitsorientierte Investoren aufgrund ihrer guten Liquidität und der breiten Auswahl an Laufzeiten interessant. Auch für Banken, die sich über Darlehen der Pfandbriefinstitute refinanzieren, kann das Halten von Pfandbriefen aufgrund der Repofähigkeit und der Anrechenbarkeit an die qualitativ hochwertigen liquiden Mittel (HQLA) sinnvoll sein. Für die Mitgliedbanken ist eine Refinanzierung über Pfandbriefdarlehen attraktiv. Da die Zinsen wieder deutlich gesunken sind, sind Kundeneinlagen eine weniger attraktive Refinanzierungsquelle geworden. Als Kapitalanlage interessant sind Pfandbriefe auch für Versicherungen, die langfristige Verpflichtungen aus traditionellen Garantiegeschäften eingegangen sind. Aufgrund des Trends zu modernen Versicherungsprodukten ohne Renditegarantien hat sich die Nachfrage jedoch etwas abgeschwächt.

Aus Renditesicht sind Covered Bonds interessanter. Sie weisen einen Spread zum Saron-MS von 50–60 Bp auf, was für das AAA-Rating attraktiv ist. Schweizer immobilienbesicherte Covered Bonds haben jedoch den Nachteil, dass sie nicht SNB-repofähig sind.

Abbildung 9: Spread zur CHF-Swapkurve für Pfandbriefe und Eidgenossen



Quelle: ZKB, Bloomberg

Die Credit-Spreads für Pfandbriefe sind seit Mitte 2023 deutlich angestiegen und haben sich auf einem Niveau um die 40 Bp über dem Saron-MS eingependelt. Damit sind Pfandbriefe trotz des wieder bei 0% angelangten Leitzinses teurer als Kundeneinlagen (sofern diese nur tief oder gar nicht verzinst werden). Der Anstieg des Spreads zum Saron-MS relativiert sich jedoch im Vergleich zu Eidgenossenanleihen. Diese haben sich von einem stark negativen Niveau inzwischen der Swap-Kurve stark angenähert, sodass der Spread von Pfandbriefen zu Eidgenossen tendenziell gesunken ist.

3 Schweizer Pfandbriefe

In der Schweiz gibt das Pfandbriefgesetz von 1930 einen starken, gesetzlich verankerten und somit starken rechtlichen Rahmen für die Emission von Schweizer Pfandbriefen vor. Aufgrund des Pfandbriefgesetzes sind in der Schweiz nur zwei Unternehmen zur Emission von Pfandbriefen berechtigt: die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken (Pfandbriefzentrale) und die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute (Pfandbriefbank). Ihre Funktion ist die Ausgabe von Pfandbriefen, um mit den dadurch erhaltenen Geldern ihren Aktionärsbanken Darlehen zur Refinanzierung des Hypothekengeschäftes zu gewähren.

Die Finanzmarktaufsicht Finma ist für die Aufsicht über die Pfandbriefinstitute zuständig. Ebenso beaufsichtigt sie die Mitgliedbanken der Pfandbriefinstitute, die allesamt über eine Banklizenz verfügen. Dies beinhaltet auch die Aufsicht über die pfandbriefgesetzlichen Bestimmungen bei den Mitgliedbanken. Darüber hinaus ist die Finma für die allfällige Abwicklung einer in Schieflage geratenen Mitgliedbank und die Eröffnung und Durchführung entsprechender Sanierungs- und Konkursverfahren verantwortlich und kann Schutzmassnahmen anordnen. Die Pfandbriefgläubiger sind im Bankeninsolvenzrecht speziell geschützt. So sind die Forderungen der Pfandbriefbank explizit von Schutzmassnahmen wie Stundung und Fälligkeitsaufschub ausgenommen. Zudem sind Pfandbriefdarlehen als pfandgedeckte Forderungen vor einer Verlustbeteiligung bei einem «Bail-in» geschützt.

Der Geschäftszweck der beiden Institute ist gesetzlich beschränkt auf die Ausgabe von Pfandbriefen, die Weitergabe des Erlöses aus der Pfandbriefausgabe, die Anlage des Eigenkapitals sowie kurzfristige, für die Ausgabe von Pfandbriefen nötige Bankgeschäfte. Weiter bestehen Vorgaben für die Kapitalisierung der Pfandbriefinstitute. So dürfen die ausgegebenen Pfandbriefe das Fünzigfache des Eigenkapitals nicht übersteigen (Art. 10 PFG). Das für diese Ratio beizuziehende Eigenkapital entspricht dem

Pfandbriefgesetz gibt starken rechtlichen Rahmen vor

Finanzmarktaufsicht und Bankeninsolvenzrecht

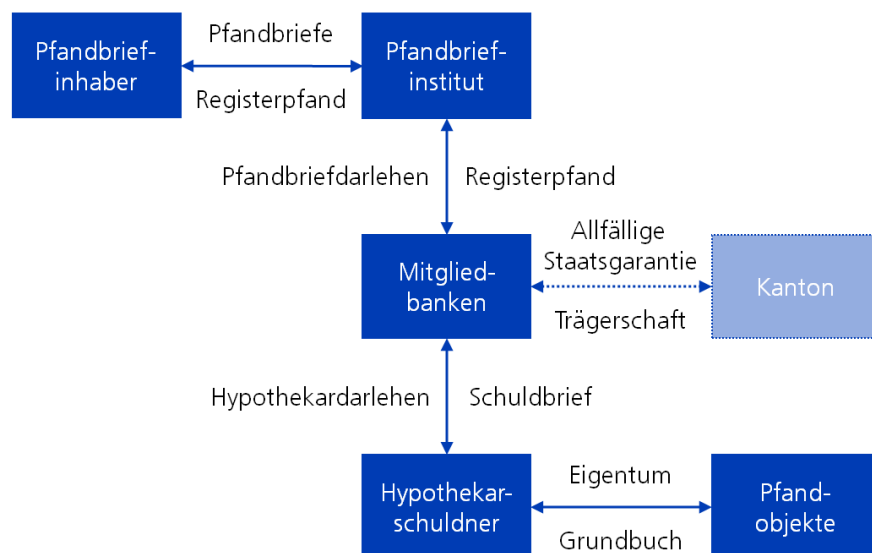
Spezialbankenprinzip für Pfandbriefinstitute

einbezahlten Aktienkapital zuzüglich 75% des nicht einbezahlten Aktienkapitals, für das Verpflichtungsscheine vorhanden sind. Der damit berechnete Eigenkapitaldeckungsgrad der Pfandbriefzentrale liegt bei 115.1%, der der Pfandbriefbank bei 110.5%. Bereits bestehende Pfandbriefe können aufgestockt werden, Mitgliedbanken dürfen selbst Pfandbriefe kaufen. Neben den spezialgesetzlichen Prüfungen durch die Revisionsstellen der Mitgliedbanken unterliegen die Pfandbriefinstitute selbst neben der ordentlichen Revision auch zusätzlich der aufsichtsrechtlichen Revision nach Finanzmarktaufsichtsgesetz.

3.1 Mehrstufiger Sicherungsmechanismus

Das Rating der beiden Pfandbriefinstitute widerspiegelt in erster Linie die hohen Sicherheiten, die hinter den Pfandbriefen stehen. Dabei gelangt ein mehrstufiger Sicherungsmechanismus zur Anwendung. Zunächst haftet das Pfandbriefinstitut gegenüber dem Pfandbriefgläubiger. Darüber hinaus sind die Pfandbriefdarlehen an die Mitgliedbanken zugunsten der dazugehörigen Pfandbriefanleihe mit dem Registerpfand belastet. Für das Pfandbriefdarlehen haftet die Mitgliedbank, die das Darlehen in Anspruch nimmt. Zusätzlich wird dem Pfandbriefinstitut wiederum ein Registerpfand an den als Deckungsstock ausgesonderten Hypotheken eingeräumt. Die Hypotheken sind mit dem Grundpfandrecht an den Immobilien besichert.

Abbildung 10: Sicherungsmechanismus



Quelle: ZKB

Die Anforderungen an das Pfandregister und die Zulässigkeit, Bewertung und Aufbewahrung der Pfandobjekte sind gesetzlich geregelt, die Pfandbriefinstitute erlassen weitergehende Bestimmungen. Basierend auf den Daten im Pfandregister überwachen die Pfandbriefinstitute laufend den Deckungsstock und den Deckungsgrad. So schreibt das Gesetz einen Belehnungswert von höchstens zwei Dritteln vor (Art. 5 Abs. 3 PfG). Zwar sind auch Pfandobjekte mit einer höheren Belehnung zugelassen, als Deckungswert werden jedoch nur die erlaubten zwei Drittel angerechnet. Jedem am Markt platzierten Pfandbrief stehen Pfandbriefdarlehen von gleicher Laufzeit gegenüber (Art. 12 PfG), wodurch sich die Pfandbriefinstitute selbst keinem nennenswerten Zinsänderungsrisiko aussetzen können. Der Zinsertrag der Deckung muss den Zinsaufwand für die Pfandbriefe übersteigen, ansonsten ist die Deckung zu erhöhen (Art. 15 und 20 PfG).

Über die vorsichtige Berechnung des Deckungswerts hinaus haben die Pfandbriefinstitute weitergehende Regelungen, die das Risiko einer Unterdeckung minimieren.

Neben der Mindestanforderung, dass nur Hypotheken mit Grundpfand in der Schweiz verpfändet werden dürfen, bestehen diverse weitergehende Einschränkungen, die sich je nach Pfandbriefinstitut unterscheiden. Gewisse Einschränkungen sind in den Schätzreglementen festgehalten, weitere Einschränkungen können in den Geschäftsreglementen bestehen. Änderungen des Schätzreglements müssen durch den Bundesrat genehmigt werden. Geschäftsreglemente können dagegen schneller angepasst werden, beispielsweise um den Kreis der zugelassenen Deckungsobjekte zu erhöhen, sollte dies kurzfristig notwendig werden.

Die Deckungsstöcke der beiden Pfandbriefinstitute unterscheiden sich aufgrund der unterschiedlichen Reglemente. Gemeinsam ist ihnen das Schwergewicht auf Wohnliegenschaften, während der Anteil der Gewerbeliegenschaften bei beiden Instituten tief ist. Geografisch sind die Deckungsobjekte dank der über die gesamte Schweiz verteilten Mitgliedbanken breit diversifiziert. Die Hypotheken, die im Registerpfandrecht an das Pfandbriefinstitut verpfändet werden, verbleiben in der Bilanz der Mitgliedbank. Die Schuldbriefe sind jedoch separat aufzubewahren bzw. in den IT-Systemen eindeutig zu kennzeichnen. Dies ist insbesondere bei der Auslagerung der Schuldbriefverwahrung von Bedeutung, oder wenn das Grundpfand für Hypotheken auf Registerschuldbriefen basiert.

3.2 Pfandbriefbank und Pfandbriefzentrale

Gemäss den aktuellen Jahresabschlüssen ist die Pfandbriefbank mit einer Bilanzsumme von CHF 98.1 Mrd das grössere der beiden Institute (Pfandbriefzentrale: CHF 84.3 Mrd). Während die Pfandbriefbank Pfandbriefe in der Höhe von CHF 95.3 Mrd ausstehend hat, beläuft sich der Betrag bei der Pfandbriefzentrale auf CHF 83.3 Mrd. Die Eigenkapitalquote der Pfandbriefzentrale liegt mit 0.7% deutlich tiefer als die der Pfandbriefbank mit 2.4%. Grund für diesen Unterschied ist die Anwendung verschiedener Rechnungslegungsstandards, die zu einem unterschiedlichen Ausweis des nicht einbezahlten Aktienkapitals führt. Zur Bestimmung des pfandbriefgesetzlich vorgeschriebenen Mindesteigenkapitals von 2% der ausgegebenen Pfandbriefe wird wiederum das nicht einbezahlte Aktienkapital, für das Verpflichtungsscheine bestehen, zu 75% mitgezählt. Der darauf basierend berechnete Eigenmitteldeckungsgrad der Pfandbriefzentrale liegt bei 115.1%, während die Pfandbriefbank das gesetzliche Mindesteigenkapital zu 110.5% deckt. Der Jahresgewinn 2024 belief sich bei der Pfandbriefbank auf CHF 48 Mio und bei der Pfandbriefzentrale auf CHF 21 Mio. Diese Differenz lässt sich dadurch erklären, dass die Pfandbriefzentrale eine tiefere Zinsmarge als die Pfandbriefbank auf den Krediten vereinnahmt.

3.2.1 Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute

Die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute wurde im Jahr 1930 gegründet, als das Pfandbriefgesetz in Kraft trat. Sie hat ihren Sitz in Zürich und beschäftigt 12 Mitarbeitende. Mitglied der Pfandbriefbank kann jede Bank werden, die ihren Hauptsitz in der Schweiz hat und deren Bilanz zu mehr als 60% aus Forderungen des inländischen «Bodenkreditgeschäfts» besteht. Die 289 Mitglieder sind zugleich auch Aktionäre der Pfandbriefbank. Per Ende 2024 setzte sich das Aktionariat der Pfandbriefbank zu 25.0% aus Grossbanken, zu 22.1% aus den Raiffeisenbanken, zu 31.1% aus Regionalbanken und Sparkassen, zu 4.8% aus ausländisch beherrschten Banken und zu 17.0% aus anderen Banken zusammen. Mitte Juni 2025 lag der Anteil der Pfandbriefbank am Anleihenvolumen im CHF-Inlandsegment bei 19.3%.

Die wichtigste Sicherheit hinter Schweizer Pfandbriefen ist der Deckungsstock. Der Deckungsstock für die Darlehen der Pfandbriefbank bestand Ende 2024 zu 87% aus Einfamilienhäusern und Stockwerkeigentum, zu 13% aus Mehrfamilienhäusern und zu einem unbedeutenden, auf 0% abgerundeten Anteil an Gewerbeliegenschaften. Für den Deckungsstock gelten Mindestdeckungsgrade (sowohl bezüglich Deckungswert als auch Zinsdeckung), qualitative und quantitative Anforderungen an die Deckungsobjekte sowie pfandbriefgesetzliche Obergrenzen bezüglich der Anrechenbarkeit an den Deckungsgrad (Deckungswert). Das folgende Beispiel mit Zahlen der Pfandbriefbank per Ende 2024 zeigt, wie der Sicherungsmechanismus zu einer hohen Deckung führt: Die Pfandbriefbank wies Ende 2024 einen pfandbriefgesetzlichen Deckungswert von CHF 116.1 Mrd aus, woraus sich auf den ausstehenden Pfandbriefdarlehen von CHF 95.3 Mrd ein Deckungsgrad von 121.8% ergibt. Der reglementarisch vorgegebene Mindestdeckungsgrad liegt bei 108%. Hinter diesem Deckungswert stehen Hypotheken im Volumen von CHF 128.7 Mrd. Die Hypotheken sind wiederum mit Grundpfandrechten an Immobilien besichert, zu einem von den Mitgliedbanken berechneten Verkehrswert von CHF 226.4 Mrd. Dies ergibt bei einem Loan-to-Value (LTV) der verpfändeten Hypotheken von 56.9% einen theoretischen LTV von 42.1% für die Darlehen der Pfandbriefbank.

Abbildung 12: Deckungsstock der Pfandbriefbank in CHF Mrd, Ende 2024

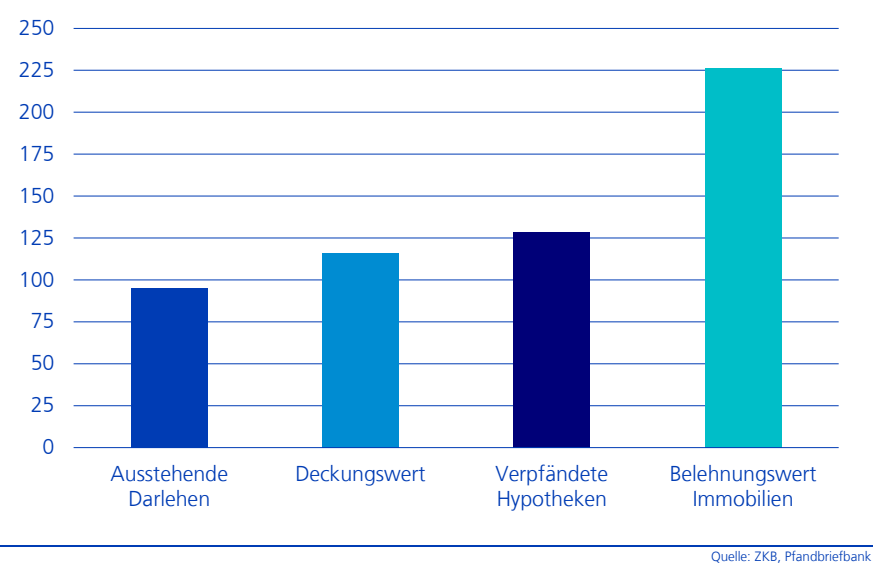
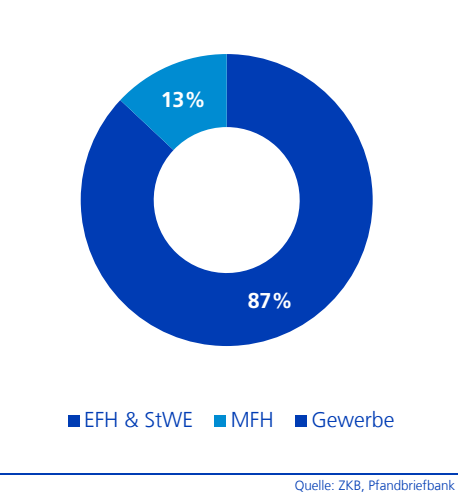


Tabelle 2: Kennzahlen Pfandbriefbank

Kennzahlen (CHF)	2022	2023	2024
Bilanzsumme (Mio)	87'459	92'758	98'090
Darl. an Mitglieder (Mio)	85'058	90'251	95'300
Betriebsertrag (Mio)	46	50	55
Jahresgewinn (Mio)	40	46	48
Ausst. Pfandbriefe (Mio)	85'058	90'251	95'300
EK-Quote (%)	2.4	2.3	2.4
Deckungsgrad (%)	120	120	122
Durchschn. Anleihenzins (%)	0.8	0.9	0.9

Quelle: ZKB, Pfandbriefbank

Abbildung 11: Deckungsstock der Pfandbriefbank nach Deckungswerten, Ende 2024

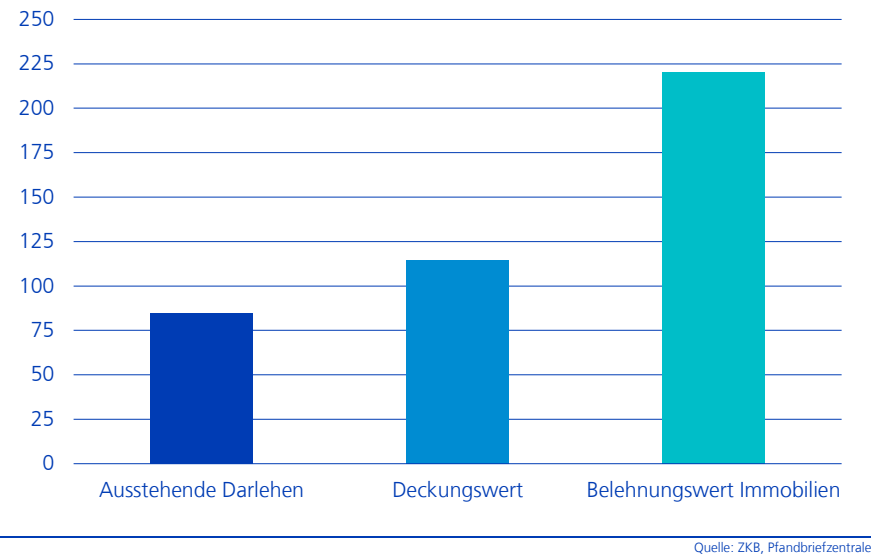


3.2.2 Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken

Die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken wurde 1931 gegründet. Seit ihrer Gründung besorgt die Zürcher Kantonalbank die Geschäftsführung und stellt das Personal und die Infrastruktur zur Verfügung. Entsprechend hat die Pfandbriefzentrale keine Angestellten. Sie erfüllt als eines der beiden Schweizer Pfandbriefinstitute den gesetzlichen Auftrag, «dem Grundeigentümer langfristige Grundpfanddarlehen zu möglichst gleichbleibendem und billigem Zinsfusse zu vermitteln». Mitglied der Pfandbriefzentrale kann jede Kantonalbank im Sinne des Bankengesetzes werden; alle 24 Kantonalbanken haben von diesem Recht Gebrauch gemacht. Mitte Juni 2025 lag der Anteil der Pfandbriefzentrale am Anleihenvolumen im CHF-Inlandsegment bei 17.2%.

Für die von den Kantonalbanken bezogenen Darlehen müssen Pfandobjekte im Umfang von 115% des Darlehensbetrages als Sicherheit verpfändet werden. Der Zinsertrag der für die Pfandbriefdarlehen ausgeschiedenen Hypotheken muss mindestens 10% höher sein als der Zinsaufwand für die bezogenen Pfandbriefdarlehen. Der Verwaltungsrat der Pfandbriefzentrale hat die Darlehensbezüge für die Mitgliedbanken auf 35% ihrer bilanzierten inländischen Hypothekarforderungen beschränkt. Der Deckungsstock für die Darlehen der Pfandbriefzentrale setzt sich zu 45% aus Einfamilienhäusern, zu 32% aus Mehrfamilienhäusern, zu 19% aus Stockwerkeigentum und zu 4% aus Liegenschaften mit Gewerbeanteil ≤30% zusammen. Die Pfandbriefzentrale veröffentlicht zwar nicht den Bestand der verpfändeten Hypotheken, aber den Deckungswert und den Verkehrswert der Immobilien. Per Ende März 2025 stand den Pfandbriefdarlehen im Volumen von CHF 84.5 Mrd ein Deckungswert von CHF 114.4 Mrd gegenüber, was in einem gesetzlichen Deckungsgrad von 135.3% resultiert. Der reglementarisch vorgegebene Deckungsgrad liegt bei 115%. Der Verkehrswert der Immobilien, die die als Deckungswert angerechneten Hypotheken besichern, beträgt insgesamt CHF 220.2 Mrd. Daraus berechnet sich ein theoretischer LTV von 38.4%.

Abbildung 14: Deckungsstock der Pfandbriefzentrale in CHF Mrd, März 2025



3.3 Gute Bonitätsnoten für die Mitgliedbanken

Als weiteres Glied der Kette an Sicherheiten haften die Mitgliedbanken für ihre Darlehen. Tabelle 4 zeigt die vom Credit Research der Zürcher Kantonalbank eingestufteten Mitgliedbanken der Pfandbriefinstitute und ihren prozentualen Anteil an den Pfandbriefdarlehen:

Tabelle 3: Kennzahlen Pfandbriefzentrale

Kennzahlen (CHF)	2022	2023	2024
Bilanzsumme (Mio)	77'786	81'063	84'255
Darl. an Mitglieder (Mio)	76'954	80'185	83'322
Betriebsertrag (Mio)	23	26	28
Jahresgewinn (Mio)	16	20	21
Ausst. Pfandbriefe (Mio)	76'954	80'185	83'322
EK-Quote (%)	0.8	0.8	0.7
Deckungsgrad (%)	125	124	135
Durchschn. Anleihenzins (%)	0.6	0.7	0.9

Quelle: ZKB, Pfandbriefzentrale

Abbildung 13: Deckungsstock der Pfandbriefzentrale nach Deckungswerten, 1Q25

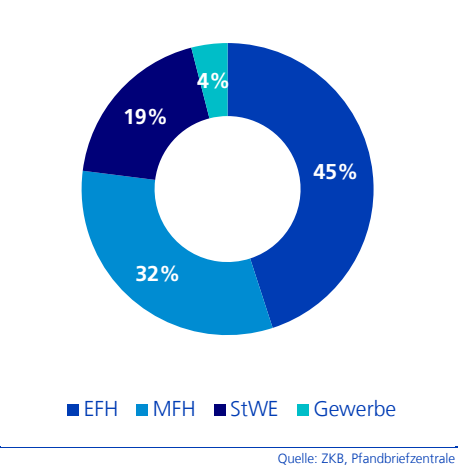


Tabelle 4: Vom Credit Research der Zürcher Kantonalbank eingestufte Mitgliedbanken

Mitgliedbank	Pfandbriefinstitut	Anteil Darlehen	ZKB-Rating
Aargauische KB	Pfandbriefzentrale	2.7%	AA+/positiv
BancaStato	Pfandbriefzentrale	3.0%	A+/stabil
Bank Cler	Pfandbriefbank	4.0%	A/stabil
BC de Genève	Pfandbriefzentrale	4.7%	A+/stabil
BC du Jura	Pfandbriefzentrale	1.0%	A+/stabil
BC Neuchâtoise	Pfandbriefzentrale	2.5%	A+/stabil
BC Vaudoise	Pfandbriefzentrale	8.9%	AA-/stabil
Basellandschaftliche KB	Pfandbriefzentrale	4.4%	AA/stabil
Basler KB	Pfandbriefzentrale	3.9%	AAA/stabil
Berner KB	Pfandbriefzentrale	8.4%	AA-/stabil
Clientis*	Pfandbriefbank	1.1%	A-/stabil
Freiburger KB	Pfandbriefzentrale	5.5%	AA/stabil
Glarner KB	Pfandbriefzentrale	1.4%	AA/stabil
Graubündner KB	Pfandbriefzentrale	5.3%	AA+/stabil
Luzerner KB	Pfandbriefzentrale	9.3%	AAA/stabil
Nidwaldner KB	Pfandbriefzentrale	1.4%	AA+/stabil
Raiffeisen Schweiz**	Pfandbriefbank	31.1%	A+/stabil
Schaffhauser KB	Pfandbriefzentrale	1.4%	AAA/stabil
Schwyzner KB	Pfandbriefzentrale	2.2%	AAA/stabil
St. Galler KB	Pfandbriefzentrale	6.1%	AA+/stabil
Thurgauer KB	Pfandbriefzentrale	7.8%	AA+/stabil
UBS Switzerland	Pfandbriefbank	23.7%	A/stabil
Urner KB	Pfandbriefzentrale	0.8%	AA-/stabil
Valiant	Pfandbriefbank	7.9%	A/stabil
Walliser KB	Pfandbriefzentrale	2.8%	AA-/stabil
Zuger KB	Pfandbriefzentrale	2.1%	AAA/stabil

* Summe der Clientis-Banken ** Summe der Raiffeisenbanken

Quelle: ZKB, Pfandbriefbank, Pfandbriefzentrale

Dies ergibt eine Research-Abdeckung von 68% für die Pfandbriefbank und von 85% für die Pfandbriefzentrale. Das gewichtete Durchschnittsrating der Mitgliedbanken im Ratinguniversum liegt für die Pfandbriefbank bei A und für die Pfandbriefzentrale bei AA-. Dies widerspiegelt die zusätzliche Sicherheit durch die Staatsgarantie für 21 der 24 Kantonalbanken der Pfandbriefzentrale.

Dank der hohen Überdeckung würde selbst ein deutlicher Einbruch der Immobilienpreise zu keiner Unterdeckung führen. Die Bonität der Mitgliedbanken ist jedoch aus Liquiditätssicht relevant. Da die Pfandbriefdarlehen an die Pfandbriefserien gekoppelt sind, könnte der Ausfall der Rückzahlung eines Pfandbriefdarlehens durch eine Mitgliedbank beim Pfandbriefinstitut zu einem Liquiditätsengpass führen, was ein schnelles Handeln vonseiten der Pfandbriefinstitute, der Depotstellen, der übrigen Mitgliedbanken und der Aufsichtsbehörde erfordern würde. Diesem Risiko begegnen die Pfandbriefinstitute mit eigenen Liquiditätsreserven und der Möglichkeit, nicht einbezahltes Aktienkapital einzufordern, aber auch mittels der separaten Aufbewahrung der Schuldbriefe bzw. der eindeutigen Kennzeichnung verpfändeter Hypotheken, um eine schnelle Ausscheidung der Deckung zu ermöglichen. Insgesamt ist unsere Bonitätseinschätzung der Banken im Ratinguniversum stabil. Während gerade die im Hypothekengeschäft tätigen Banken aufgrund der Negativzinsen an Ertragskraft

eingebüsst haben, hat sich die Kapitalisierung in den letzten Jahren – auch durch höhere Anforderungen der Aufsichtsbehörde – weiter verbessert.

4 Covered Bonds als Alternative

Neben Pfandbriefen refinanzieren sich Banken am CHF-Kapitalmarkt mittels Covered Bonds. Im Auslandsegment haben nach ausländischem Recht strukturierte Covered Bonds lange Tradition und übertreffen das inländische Segment nach Volumen. Anders als bei den von einem starken gesetzlichen Rahmenwerk geschützten Pfandbriefen gibt es in der Schweiz kein Covered-Bond-Gesetz, das eine bevorzugte regulatorische Behandlung ermöglichen könnte. Mit den am 6. Juni 2025 publizierten Massnahmen zur Stärkung der Bankenstabilität werden zwar mögliche Vorteile durch ein Covered-Bond-Gesetz für die Liquiditätsbeschaffung einzelner Banken erwähnt. Eine vertiefte Beurteilung der Vor- und Nachteile soll jedoch erst zu einem späteren Zeitpunkt erfolgen, wenn die Massnahmen über den Lender of Last Resort (LoLR) und den Public Liquidity Backstop (PLB) umgesetzt wurden und ihre Auswirkungen klarer erkennbar sind. Der Entwurf eines Covered-Bond-Gesetzes ist damit bis auf weiteres verlagert.

Dennoch bestehen am Schweizer Kapitalmarkt neben zahlreichen, nach ausländischem Recht emittierten Covered Bonds ausländischer Emittenten auch Covered Bonds von inländischen Emittenten, die nach Schweizer Recht emittiert werden. Da Mitgliedbanken ihren Bedarf zwar anmelden können, dieser aber nicht immer vollständig erfüllt werden kann, emittieren einige Banken eigene Covered Bonds. Während die UBS und Credit Suisse schon vor Jahren Covered Bonds (allerdings nicht nach Schweizer Recht) emittierten, hat im November 2017 die Valiant das erste Covered-Bond-Programm rein nach Schweizer Recht lanciert. Das Programm der Valiant hat ein Volumen von bis zu CHF 5 Mrd, inzwischen (Stand 2. Juli 2025) sind CHF 2.7 Mrd ausstehend. Die UBS, die neben dem internationalen Covered-Bond-Programm in der Zwischenzeit ebenfalls eines nach Schweizer Recht lanciert hat, hat Covered Bonds in Höhe von CHF 15.5 Mrd und EUR 6.3 Mrd ausstehend, wovon allerdings CHF 12.3 Mrd Retained Issuances sind. Daneben hat die CA next bank Covered Bonds im Volumen von CHF 1.5 Mrd ausstehend, die Cornèr Bank im Volumen von CHF 250 Mio.

4.1 Covered Bond am Beispiel der Valiant Bank

Ein Covered Bond wird in der Regel durch die Bank selbst oder eine zu diesem Zweck gegründete Finanzierungsgesellschaft ausgegeben. Die verpfändeten Hypotheken verbleiben wie beim Pfandbrief auf der Bilanz der Bank. Anstelle eines Pfandbriefinstituts wird das Pfandrecht jedoch an eine separate Tochtergesellschaft der emittierenden Bank als Garantin übertragen. Dafür garantiert diese Gesellschaft den Covered Bond. Für die Zuteilung der Deckungsobjekte wird ein Administrator eingesetzt, dieser hat die Tresorgewalt zu den Schuldbriefen und ersetzt Deckungsobjekte, die die Kriterien nicht (mehr) erfüllen durch neue. Der Cover Pool Monitor, üblicherweise eine externe Partei (z.B. ein Wirtschaftsprüfer), überprüft regelmässig den Deckungspool und erstattet entsprechend Bericht. Bei einem Emittentenverzugsereignis würde diese Gesellschaft das Pfandrecht ausüben, die Hypotheken übernehmen und entsprechend der Garantieverpflichtung nachkommen. Im Gegensatz zu Schweizer Pfandbriefen bestehen bei Covered Bonds bezüglich Zulässigkeit, Bewertung und Aufbewahrung der Deckungsobjekte keine gesetzlichen Schranken. Entsprechend unterscheiden sich diese vertraglich geregelten Punkte je nach Emittenten. Bei Pfandbriefen steht zudem das Pfandbriefinstitut als zusätzliches Glied in der Kette. Dafür ist bei Pfandbriefen nicht ersichtlich, welche Mitgliedbanken hinter den Pfandbriefdarlehen stehen, die als Sicherheit der jeweiligen Pfandbriefserie dienen. Als Garantin wurde die Valiant

Hypotheken AG gegründet, als Administrator und Cover Pool Monitor fungiert die BDO AG, ein staatlich zugelassener Revisionsexperte.

5 Bedeutung von Pfandbriefen und Covered Bonds für Banken

Neben der wichtigen Rolle bei der Refinanzierung ihrer Ausleihungen spielen Pfandbriefe und Covered Bonds als Finanzanlagen für Banken auch eine wichtige Rolle im Liquiditätsmanagement. Seit der Finanzkrise wurden verschiedene neue Liquiditätsanforderungen eingeführt. Als Teil der Basel-III-Mindeststandards gelten für Banken in der Schweiz seit 2015 Anforderungen an die Liquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio – LCR). Die LCR soll eine ausreichende Liquiditätsreserve sicherstellen, um kurzfristige Liquiditätsabflüsse abzufedern. Eine weitere Liquiditätsanforderung der Basel-III-Mindeststandards ist die Finanzierungsquote (Net Stable Funding Ratio – NSFR), die eine angemessene mittel- bis langfristige Finanzierung sicherstellen soll. Letztere trat 2021 in Kraft. Die Mindestanforderung an die LCR besagt, dass Banken genügend qualitativ hochwertige, liquide Aktiva (High Quality Liquid Assets, HQLA) halten müssen, um den Nettomittelabfluss jederzeit decken zu können, der in einem durch Abfluss- und Zuflussannahmen definierten Stressszenario mit einem Zeithorizont von 30 Kalendertagen zu erwarten ist. Aktuell gilt für alle Banken eine Mindest-LCR von 100%. Die Nettomittelabflüsse sind für die wesentlichen Währungen jeweils durch HQLA in der gleichen Währung zu decken. Nationale Regulierungen können dafür jedoch Ausnahmen vorsehen.

5.1 High Quality Liquid Assets

Zu den qualitativ hochwertigen, liquiden Aktiva (HQLA) zählen allgemein die Aktiva, über die die Bank zur Beschaffung von Liquidität einfach und zu jedem Zeitpunkt innert der nächsten 30 Tage ohne wesentliche Werteinbussen verfügen kann und welche die konkreten Anforderungen nach der Liquiditätsverordnung (LiqV) erfüllen.

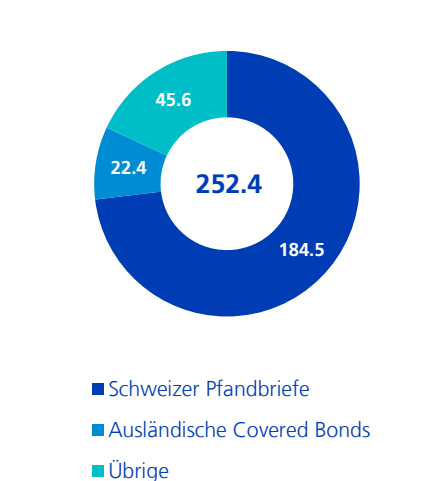
Sie werden unterteilt in die Kategorien 1, 2a und 2b. Am wichtigsten ist die Kategorie 1, die voll angerechnet werden kann und deren Anteil mindestens 60% zu betragen hat. Die Kategorie 2a kann (inkl. Kategorie 2b) höchstens zu 40% angerechnet werden, mit einem Haircut von 15%. Wertschriften der Kategorie 2b können maximal zu 15% angerechnet werden, mit einem Haircut von über 50%.

Tabelle 5: HQLA-Kategorien

Kategorie 1: Münzen und Banknoten, Zentralbankguthaben Anleihen von Staaten, Zentralbanken, Gebietskörperschaften (z.B. Kantone), BIZ, IWF, EZB, EU oder multilateralen Entwicklungsbanken, mit Risikogewicht nach Standardansatz von Basel III (SA-BIZ) von 0%. HQLA der Kategorie 1 können zu 100% angerechnet werden und ihr Anteil an den HQLA hat mindestens 60% zu betragen.		
Kategorie 2a: Anleihen von Staaten, Gebietskörperschaften mit SA-BIZ-Gewichtung < 20%, Unternehmensanleihen hoher Bonität (keine Financials), spezialgesetzliche Pfandbriefe 15% Haircut, zusammen mit Kat. 2b maximal 40% der HQLA		Kategorie 2b: von der Finma bezeichnete Wertschriften, >50% Haircut, maximal 15% der HQLA

Quelle: ZKB

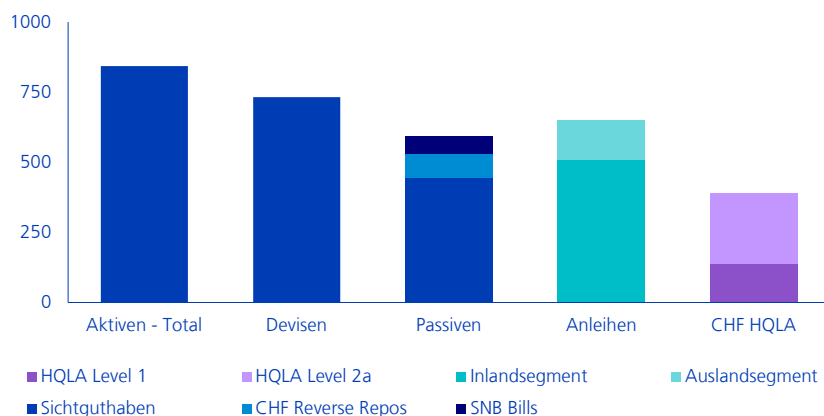
Abbildung 15: HQLA Kategorie 2a (CHF Mrd)



Quelle: ZKB, SNB, SIX

Für Schweizer Banken sind die Sichtguthaben bei der SNB nach wie vor die wichtigsten HQLA der Kategorie 1. Am Kapitalmarkt von Bedeutung sind Eidgenossenanleihen und SNB-Bills.

Abbildung 16: SNB-Bilanzgrössen und CHF-Anleihenmarkt (CHF Mrd)



Quelle: ZKB, SNB, SIX

5.2 Stehende Fazilitäten der SNB zur Liquiditätsversorgung

Die SNB hat mit dem Übergang zu positiven Zinsen liquiditätsabschöpfende Instrumente eingeführt. So emittiert die SNB Schuldverschreibungen mit kurzer Laufzeit und führt Reverse-Repo-Transaktionen durch. Zusätzlich verzinst sie die Sichteinlagen der Banken, um zu verhindern, dass die Banken zwecks besserer Rendite Alternativen zur Sichteinlage suchen und so die Geldumlaufgeschwindigkeit erhöhen. Mit diesen drei Massnahmen immobilisiert die SNB die Liquidität im Bankensystem und setzt positive Leitzinsen bzw. aktuell Zinsen von etwa 0% am Geldmarkt durch.

Entgegengesetzt zu diesen liquiditätsabschöpfenden oder neutralisierenden Massnahmen stellt die SNB aber auch stehende Fazilitäten zur Liquiditätsversorgung. Die Engpassfinanzierungsfazilität (EFF) ermöglicht es Banken, kurzfristig Liquidität zu erhalten, um unerwartete Liquiditätsengpässe zu überbrücken. Die EFF kann über ein Repo-Geschäft zu einem Sonderzinssatz in Anspruch genommen werden. Die Innertagesfazilität stellt den Geschäftspartnern der SNB kurzfristig Liquidität für den Tagesausgleich zur Verfügung. Die Innertagesfazilität wird zinslos gewährt und ist durch SNB-repofähige Effekten gedeckt.

Repogeschäfte bieten Liquidität gegen Repofähige Effekten

5.3 Neue Instrumente zur Liquiditätsversorgung

Neben den auf repofähige Effekten abgestützten stehenden Fazilitäten wurden im Zuge der Finanzkrise, aber auch nach der Notübernahme der Credit Suisse durch die UBS, der eine Liquiditätskrise bei der Grossbank Credit Suisse vorangegangen war, neue Instrumente zur Liquiditätsversorgung eingeführt bzw. vorgeschlagen.

Die ausserordentliche Liquiditätshilfe («Emergency Liquidity Assistance», ELA) bietet systemrelevanten Banken gegen ausreichende Sicherheiten solventen Banken zusätzliche Liquidität durch die SNB. In den Jahren 2023 und 2024 kündigte die SNB öffentlich eine Erweiterung ihres Dispositivs an, um allen Banken in der Schweiz Zugang zu Liquiditätsunterstützung gegen Hypotheken und Wertschriften als Sicherheiten zu ermöglichen. Nicht-systemrelevante Banken können sich am Programm «Liquidität gegen hypothekarische Sicherheiten» beteiligen. Dieses sieht vor, dass mit Registerschuldbriefen, die von der SIX-Tochtergesellschaft Terravis verwaltet werden, besicherte Hypotheken zur Liquiditätsversorgung direkt der SNB verpfändet werden können. Ein Vorstoss im Frühjahr 2025 von der Mitte-Fraktion im Bundesparlament

Hypotheken werden zunehmend direkt als Sicherheiten für Liquiditätshilfen akzeptiert

möchte diese verbessern, in dem die Verpfändung von Hypotheken zur Besicherung von Liquiditätshilfen der SNB nach Vorbild des Pfandbriefgesetzes geregelt wird.

Die SNB arbeitet an der Einführung eines neuen Dispositivs für die Liquiditätsunterstützung, dessen Kernstück die Erweiterte Liquiditätsfazilität (ELF) ist. Die ELF umfasst die ELA und rückt die Liquiditätsunterstützung näher an die Standardoperationen heran. Ein Hauptziel der ELF ist es, den Zugang der Banken zu Liquidität zu erleichtern und gleichzeitig das Stigma zu verringern, das mit solcher Unterstützung verbunden sein kann. Sie ermöglicht einen vereinfachten Zugang zu Liquidität in begrenztem Umfang und behält für grössere Interventionen die gleichen Anforderungen wie für die ELA bei. Regulierungsbemühungen zur Stärkung der Widerstandskraft der Banken gegenüber Liquiditätsrisiken sind ebenfalls im Gange. Zu den wichtigen Initiativen gehören die Verbesserung der bankeigenen Liquiditätsvorsorge, die Einführung eines Mindestbestands an Sicherheiten für die Unterstützung durch die Zentralbanken und die gesetzliche Verankerung des Public Liquidity Backstops (PLB), der staatlichen Liquiditätsunterstützung für systemrelevante Banken.

6 Ausblick

Die Beliebtheit der Schweizer Pfandbriefe ist ungebrochen. Das Wachstum des Emissionsvolumens der Pfandbriefinstitute geht mit dem steten Wachstum des inländischen Hypothekarvolumens einher, das sich bei anhaltend tiefen Zinsen und weiterem Bevölkerungswachstum erneut erhöhen dürfte. Zudem stellen Pfandbriefdarlehen für die Mitgliedbanken eine beliebte Refinanzierungsquelle dar, was durch das Zinsumfeld mit Nullzinsen bzw. Negativzinsen noch verstärkt wird.

Aufgrund der Deckung mit Schweizer (Wohn-) Immobilien liegt die Abhängigkeit vom Immobilienmarkt auf der Hand. Die hohe Überdeckung würde jedoch einen massiven Einbruch der Immobilienpreise voraussetzen, um zu einer Unterdeckung zu führen. Eine Herausforderung bleibt dagegen die Abwicklung einer in Schieflage geratenen Mitgliedbank und ein damit verbundener möglicher Liquiditätsengpass beim Pfandbriefinstitut. Bisher war dies aber nie der Fall, und selbst auf dem Höhepunkt der Finanzkrise 2008 und 2009 blieb der Pfandbriefmarkt liquide, was für die hohe Krisenfestigkeit des Schweizer Pfandbriefs spricht. Allerdings lag der Ausbruchsherd dieser Finanzkrise im Ausland und betraf daher vor allem die international tätigen Grossbanken, nicht aber das Hypothekargeschäft in der Schweiz. Eine Immobilienkrise in der Schweiz könnte hingegen stärkere Auswirkungen auf das Pfandbriefwesen haben. Angesichts des stetig gewachsenen Anteils am Inlandsegment des CHF-Anleihenmarktes von über einem Drittel und der hohen Bedeutung für institutionelle Anleger wie Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen, aber auch für die Banken selbst, kann eine Systemrelevanz des Pfandbriefwesens kaum abgestritten werden. Das Hypothekarvolumen hat sich seit 1990 verdreifacht. Die SNB sieht weiterhin Verwundbarkeiten am inländischen Hypothekar- und Wohnliegenschaftenmarkt. Ebenfalls besorgt über die Kreditvergabepraxis gab sich die Finma, die zuletzt den hohen Anteil an «Exception-to-Policy»-Finanzierungen bei der Hypothekenvergabe der Banken kritisiert. Der Haupttreiber für diese Entwicklung sind die tiefen Zinsen. Mit der letzten Zinssenkung der SNB auf einen Leitzins von 0% vom Juni 2025 liegt der Saron wieder im negativen Bereich. Das Pfandbriefwesen sollte entsprechend attraktiv bleiben und ihren Anteil am CHF-Anleihenmarkt weiter steigern. Einen negativen Einfluss auf das Hypothekarvolumen könnte auch die Abschaffung des Eigenmietwerts haben. Nach über 7 Jahren Diskussion im National- und Ständerat wurde in der Wintersession 2024 beschlossen, den Eigenmietwert für Haupt- und Zweitwohnsitze abzuschaffen, ebenso die Unterhaltsabzüge und Schuldzinsenabzüge sind neu nur gemäss der quotarestriktiven Methode möglich. Gleichzeitig soll zur Entlastung der Bergkantone auf kantonaler Ebene eine Objektsteuer auf Zweitliegenschaften eingeführt werden können. Eine solche Abschaffung würde einen dämpfenden Effekt auf das Hypothekarvolumen haben, dagegen würde Wohneigentum gegenüber der Miete noch attraktiver werden. Entscheidend dürfte die Volksabstimmung vom 28. September 2025 werden.

Die Ratings der Pfandbriefzentrale und der Pfandbriefbank haben wir mit einem stabilen Outlook versehen. Die Ratings basieren auf den hohen Sicherheiten im laufend überwachten Deckungspool, der hohen Rechtssicherheit des spezialgesetzlich geregelten Pfandbriefwesens in der Schweiz sowie der restriktiven Belehnungspolitik und sehr guten Bonität der jeweiligen Mitgliedbanken. Kurz- bis mittelfristig sollten daher auch grössere Verwerfungen an den Börsen, dem Immobilienmarkt oder auch eine ungünstige Zinsentwicklung keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Ratings haben. Kritischer wäre dagegen, wenn mehrere Mitgliedbanken oder eine Mitgliedbank mit hohem Anteil an den Darlehen in Schieflage geraten würde, was derzeit jedoch nicht absehbar ist.

Offenlegungen und Disclaimer

Die in diesem Bericht angegebenen Kurse entsprechen den Schlusskursen des Vortags, sofern keine anderen Angaben gemacht werden. Die Angaben zu Preisen und Verfügbarkeit der Finanzinstrumente sind unverbindlich und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die vollständigen rechtlichen Hinweise zu Emittenten ausserhalb der Schweiz (keine Kotierung in der Schweiz) finden Sie in der letzten veröffentlichten Unternehmensstudie zum jeweiligen Emittenten.

Die Funktionsbezeichnung der verantwortlichen Finanzanalysten lautet «Equity Research Analyst» (Aktien) oder «Credit Research Analyst» (Obligationen), sofern in diesem Bericht keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

Es besteht keine unmittelbare Abhängigkeit zwischen der Vergütung der aufgeführten und für den Inhalt dieses Berichts verantwortlichen Finanzanalysten einerseits und den Wertpapierdienstleistungen, anderen Geschäften oder Handelsgebühren der Zürcher Kantonalbank und ihrer Gruppengesellschaften andererseits. Die variable Vergütung der Finanzanalysten ist abhängig vom Gesamtergebnis der Zürcher Kantonalbank und richtet sich damit auch nach der Gesamtprofitabilität der Zürcher Kantonalbank. Ein Teil des Gesamtergebnisses wird durch Investmentbanking-Aktivitäten generiert. Aus diesem Grund kann die Entschädigung der Finanzanalysten als indirekt von diesem Bericht abhängig betrachtet werden.

Aufzeichnung der geschäftlichen Fernkommunikation

Die Zürcher Kantonalbank kann die geschäftliche Fernkommunikation der Finanzanalysten aufzeichnen, um geltendes Recht einzuhalten oder die Einhaltung geltenden Rechts zu überprüfen. Die Nutzung der Fernkommunikation mit Finanzanalysten gilt als Zustimmung zu dieser Aufzeichnung.

Erklärung der Finanzanalysten

Die aufgeführten Finanzanalysten, die für den Inhalt des vorliegenden Berichts verantwortlich sind, bestätigen, dass die in diesem Bericht geäusserten Ansichten ausschliesslich und zuverlässig ihre persönlichen Ansichten zu den Unternehmen wiedergeben und dass sie diesen Bericht eigenständig und unabhängig, auch von der Zürcher Kantonalbank, erstellt haben. Da die persönlichen Ansichten der Finanzanalysten voneinander abweichen können, ist es möglich, dass die Zürcher Kantonalbank Publikationen erstellt hat oder erstellen wird, die mit den hier dargestellten Informationen nicht übereinstimmen und/oder zu anderen Schlussfolgerungen kommen.

Die Finanzanalysten erklären, dass sie keine Beziehungen zu Personen unterhalten, die mit dem Emittenten verbunden sind, und dass sie zum Emittenten oder einer Person oder Gesellschaft, die die Interessen des Emittenten vertritt, keine geschäftlichen Beziehungen pflegen und keine Vergütung für erbrachte Dienstleistungen erhalten. Die Finanzanalysten und die Mitglieder ihres Haushalts halten in ihren persönlichen Anlageportfolios weder direkt noch indirekt mehr als 5% ihres persönlichen Nettovermögens in Wertpapieren, die von dem/den in diesem Bericht analysierten Emittenten begeben wurden, noch sind sie persönlich am Erwerb, Verkauf oder Handel solcher Wertpapiere auf dem Markt beteiligt. Weder die Finanzanalysten noch die Mitglieder der Haushalte der Finanzanalysten sind leitende Angestellte, Organe oder Beiratsmitglieder der in diesem Bericht analysierten Unternehmen.

Die für den Inhalt dieses Berichts verantwortlichen Finanzanalysten erklären hiermit, dass kein Teil ihrer Vergütung direkt oder indirekt mit einer bestimmten hierin dargelegten Empfehlung oder Ansicht oder mit der Preisfestsetzung eines der hierin besprochenen Wertpapiere verbunden war, ist oder sein wird.

Eigengeschäfte der Finanzanalysten

Sofern der hauptverantwortliche Finanzanalyst direkt oder indirekt Wertpapiere eines Emittenten hält, werden nachfolgend Datum und Preis des letzten Erwerbs aufgeführt.

– Equity-Research-Analysten: Novartis (16.09.2016, CHF 77.8), Novartis (28.10.2016, CHF 70.75), Novartis (23.11.2016, CHF 68.55), Roche (05.04.2019, CHF 271.6), Sandoz (04.10.2024, CHF 24.35)
– Credit-Research-Analysten: Bell Food Group (18.08.2015, CHF 250.5), Emmi (01.11.2007, CHF 169), Lindt & Sprüngli (22.08.2024, CHF 109600), Nestlé (22.08.2024, CHF 89.44)

Mitwirkung an Kapitalmarkttransaktionen

Die Zürcher Kantonalbank hat in den letzten 12 Monaten an folgenden Kapitalmarkttransaktionen mitgewirkt:

Accelleron Industries, Allreal, Amag Leasing AG, Aryzta, Baloise, BancaStato, Barry Callebaut, BC Neuchâteloise, Bell Food Group, BKW AG, Burckhardt Compression, Calida Group, Compagnie Financière Tradition (CFT), Coop, CPH Group, dormakaba Finance AG, Emissionszentrale EGW, Emmi, ENAG, Flughafen Zürich, Freiburger KB, Galenica, Geberit, Gemeinde Köniz, Georg Fischer, Helvetia Schweizerische Versicherungsgesellschaft AG, Helvetia Swiss Property Fund, Hilti, Holcim, Implenia, Insel Gruppe, Intershop, Investis, IWB, Julius Bär, Kanton Bern, Kanton Tessin, Kanton Thurgau, Kanton Zürich, Kantonsspital Aarau, Kantonsspital Baden, Kantonsspital Winterthur, Kenova, Kinderspital Zürich, KKW Leibstadt, Kraftwerke Linth-Limmern, Kraftwerke Oberhasli, Lalique Group, Limeco, Lindt & Sprüngli, Luzerner Kantonsspital, Luzerner KB, Medartis, Meier Tobler, Mobimo, Nant de Drance SA, Nestlé, Novartis, Novavest Real Estate AG, Partners Group, Pfandbriefzentrale, Piazza, PSP, Rhätische Bahn (RhB), Rieter, Schweizer Lebensvers. und Rentenanstalt, SGS, Sika, Spitalverband Limmattal, St. Galler KB, Stadler Rail, Stadt Bern, Stadt Biel, Stadt Dietikon, Stadt Genf, Stadt Lausanne, Stadt Lugano, Stadt St. Gallen, Stadt Winterthur, Stadt Zürich, Stiftung Kantonsspital Graubünden, Stiftung PWG, Sulzer, Swiss Life, Swiss Pr St Fin, Swisscom, Temenos, UBS AG (London Branch), UBS Group, UniversitätsSpital Zürich (USZ), Urner KB, Valiant, Viseca, Walliser KB, WWZ, Zürcher Kantonalbank, Zurich Insurance Group

Beteiligungen der Zürcher Kantonalbank

– Die Zürcher Kantonalbank hält gemäss der letzten Meldung über 10% an der Viseca Payment Services SA und über 5% an der BC du Jura.

– Die Zürcher Kantonalbank hält gemäss der letzten Meldung über 10% an der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken (Pfandbriefzentrale) und refinanziert einen Teil ihres Hypothekengeschäfts über die Pfandbriefzentrale. Daraus können sich Interessenkonflikte ergeben, die sich auf die Rating-Einschätzung betreffend der Pfandbriefzentrale auswirken.

Verhältnis zum Kanton Zürich

Die Zürcher Kantonalbank ist eine selbständige Anstalt des öffentlichen Rechts des Kantons Zürich. Die Rahmenbedingungen ihrer Organisation und Geschäftstätigkeit werden vom Gesetz über die Zürcher Kantonalbank und von den sich daraus ergebenden Reglementen vorgegeben. Der Kantonsrat des Kantons Zürich hat die Oberaufsicht über die Zürcher Kantonalbank und ist dabei u.a. zuständig für die Wahl der Mitglieder des Bankrats und des Bankpräsidiums sowie für die Abnahme der Jahresrechnung und des Geschäftsberichts der Zürcher Kantonalbank. Der Kanton Zürich haftet für alle Verbindlichkeiten der Zürcher Kantonalbank, soweit deren eigene Mittel nicht ausreichen. Daraus können sich Interessenkonflikte ergeben, die sich auf die Rating-Einschätzung betreffend des Kantons Zürich bzw. der von diesem emittierten Finanzinstrumenten auswirken können.

Nettokauf- und Nettoverkaufspositionen der Zürcher Kantonalbank

Im Falle von Nettokaufpositionen profitiert die Zürcher Kantonalbank von steigenden Kursen. Im Falle von Nettoverkaufspositionen profitiert die Zürcher Kantonalbank von fallenden Kursen. Die Zürcher Kantonalbank hält folgende Nettokauf- und Nettoverkaufspositionen von mindestens 0.5% des Aktienkapitals der nachfolgend bezeichneten Unternehmen:

– Nettokaufpositionen: BC du Jura
– Nettoverkaufspositionen: Keine

Offenlegung von grossen Krediten

Offengelegt werden grosse Kredite, für die eine bilaterale Offenlegungsvereinbarung zwischen dem Kreditnehmer und der Zürcher Kantonalbank als Kreditgeberin vorliegt und wo entsprechend die Möglichkeit besteht, dass dem Finanzanalysten diese Geschäftsbeziehung bekannt ist. Andere Kreditbeziehungen unterliegen dem Bankkundengeheimnis, und es existieren innerhalb der Zürcher Kantonalbank «Chinesische Wälle», die verhindern, dass der Finanzanalyst Kenntnis von solchen Geschäftsbeziehungen hat.

Die Zürcher Kantonalbank hat aktuell Kredite an folgende Emittenten ausstehend: Arbonia, Ascom, Bossard, dormakaba, Feintool, Julius Bär, Komax, Nant de Drance SA, Partners Group, PSP, Rieter, Siegfried, Stadler Rail, Swiss Prime Site, Swiss Reinsurance Co., Swisscom, Titlis Bergbahnen, u-blox

Paid Equity Research

Die Zürcher Kantonalbank erstellt Research im Rahmen des «Stage-Programms» der SIX Swiss Exchange (<https://www.six-group.com/dam/download/the-swiss-stock-exchange/listing/equity/services-for-equity-issuers/stage-program-de.pdf>). Hierfür wird die Zürcher Kantonalbank von der SIX Swiss Exchange finanziell entschädigt; der durch die Zürcher Kantonalbank mit Researchpublikationen abgedeckte Emittent entrichtet ein Entgelt an die SIX Swiss Exchange.

Folgende Unternehmen werden aktuell mit «Paid Equity-Research» im Rahmen des «Stage-Programms» durch die Zürcher Kantonalbank abgedeckt: Addex Therapeutics, Basilea, Cham Swiss Properties AG, Cicor, Compagnie Financière Tradition (CFT), CPH Group, HIAG, lastminute.com, Novavest Real Estate AG, Orascom Development, Orell Füssli, Romande Energie, SF Urban Properties AG, Starrag-Tornos Group, Titlis Bergbahnen, Warteck Invest, Zug Estates

Offenlegung weiterer Interessenkonflikte

Ganz allgemein können sich Interessenkonflikte daraus ergeben, dass die Zürcher Kantonalbank im Rahmen ihrer üblichen Unternehmenstätigkeit ein Interesse daran hat, bestehende Geschäftsbeziehungen zum Emittenten (soweit vorhanden) auszubauen und neue Geschäftsbeziehungen einzugehen.

Eine Beschreibung der Regelungen und Informationsschranken zum Umgang mit Interessenkonflikten ist unter <https://www.zkb.ch/de/rechtliches/handels-geschaeft/handel-kapitalmarkt.html> einsehbar.

Sofern Beiträge in diesem Bericht durch Organisationseinheiten erstellt wurden, die nicht den «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» (nachfolgend «die Richtlinien») genannt, herausgegeben durch die Schweizerische Bankiervereinigung) unterliegen, ist dies in der Fusszeile vermerkt. Die vorliegenden rechtlichen Hinweise kommen nur bei jenen Beiträgen zur Anwendung, die als Finanzanalyse im Sinne der Richtlinie qualifizieren.

Die Zürcher Kantonalbank hat Vorkehrungen getroffen, um sicherzustellen, dass:

– Finanzanalysten und andere relevante Personen, die den wahrscheinlichen Zeitplan oder Inhalt einer Finanzanalyse kennen, die für die Öffentlichkeit oder für Kunden nicht zugänglich ist und aus den öffentlich verfügbaren Informationen nicht ohne Weiteres abgeleitet werden kann, persönliche oder im Namen einer anderen Person, einschliesslich der Zürcher Kantonalbank, getätigte Geschäfte mit Finanzinstrumenten, auf die sich die Finanzanalyse bezieht, oder mit damit verbundenen Finanzinstrumenten nur als Market-Maker in gutem Glauben und im normalen Verlauf des Market-Making oder in Ausführung eines unaufgeforderten Kundenauftrags nur dann tätigen, wenn die Empfänger der Finanzanalyse ausreichend Gelegenheit hatten, auf diese zu reagieren;

– Finanzanalysten und alle anderen an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligten relevanten Personen nur unter aussergewöhnlichen Umständen und mit vorheriger Genehmigung eines Mitarbeiters der Rechtsabteilung oder der Compliance-Funktion der Zürcher Kantonalbank ein den aktuellen Empfehlungen zuwiderlaufendes persönliches Geschäft mit den Finanzinstrumenten, auf die sich die Finanzanalyse bezieht, oder damit verbundenen Finanzinstrumenten tätigen;
– eine physische Trennung zwischen den an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligten Finanzanalysten und anderen relevanten Personen, deren Aufgaben oder Geschäftsinteressen mit den Interessen der Personen, an die die Finanzanalysen weitergegeben werden, kollidieren können, gegeben ist;
– die Zürcher Kantonalbank, Finanzanalysten und andere an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligte relevante Personen keine Anreize von Personen annehmen, die ein wesentliches Interesse am Gegenstand der Finanzanalysen haben;
– die Zürcher Kantonalbank, Finanzanalysten und andere an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligte relevante Personen Emittenten keine für sie günstige Analyse versprechen;
– Emittenten, relevanten Personen mit Ausnahme von Finanzanalysten und sonstigen Personen nicht gestattet ist, den Entwurf dieser Finanzanalyse auf die Korrektheit der darin dargestellten Sachverhalte oder einen anderen Zweck hin zu überprüfen, wenn der Entwurf eine Empfehlung oder einen Zielpreis enthält, es sei denn, es geht darum, die Einhaltung der rechtlichen Pflichten durch die Zürcher Kantonalbank zu kontrollieren.

Liste aller Empfehlungen der letzten 12 Monate

Eine Liste aller Berichte und der darin enthaltenen Empfehlungen, die in den vergangenen 12 Monaten über irgendeinen Emittenten oder ein Finanzinstrument verbreitet wurden, kann unter <https://zkb-finance.mdgms.com> eingesehen werden. Sollten Sie keinen Zugriff auf das Finanzinfos+ Portal haben, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer.

Ratingverteilung der Unternehmen im Schweizer Researchuniversum

– Absolute Verteilung der Einstufungen (Übergewichten 100; Untergewichten 16)
– Prozentuale Verteilung der Einstufungen (Übergewichten 34.09%; Marktgewichten 56.82%; Untergewichten 9.09%)
– Kunden mit IB-Dienstleistungen pro Kategorie (Übergewichten 71.67%; Marktgewichten 70.00%; Untergewichten 37.50%)
Die Übersicht wird jeweils zum Quartalsanfang aktualisiert und gibt aktuell den Stand zu diesem Zeitpunkt wieder: 31.03.2025

Relevante Aktien- und Immobilienfondsumstufungen der letzten 12 Monate

Keine.

Relevante Bond-Rating-/Outlook-Änderungen der letzten 12 Monate

Aargauische KB
05.06.2025 von AA+/stabil auf AA+/positiv
Luzerner KB
05.06.2025 von AA+/positiv auf AAA/stabil
03.04.2025 von A+/positiv auf AA-/stabil

Faktencheck

Zwecks Überprüfung der faktischen Aspekte kann die Zürcher Kantonalbank diesen Bericht vor dessen Veröffentlichung in einer redigierten, auf die Fakten beschränkten Fassung dem Emittenten und anderen Dritten zukommen lassen. Dabei werden weder Einstufungen noch Kursziele oder andere zentrale Einschätzungen kommuniziert oder thematisiert.

Erläuterung der Einstufungen

Das Research der Zürcher Kantonalbank verwendet keine absoluten Empfehlungen wie «Kaufen», «Halten» oder «Verkaufen», sondern nur relative Einstufungen («Übergewichten», «Marktgewichten», «Untergewichten») gegenüber einer Benchmark. Bei Schweizer Aktien ist die Benchmark der Swiss Performance Index (SPI). Bei der erwarteten Relativperformance handelt es sich um die in den nächsten 12 Monaten erwartete Gesamtrendite (Total Return), die sich zusammensetzt aus der Kursperformance der Aktie (Kursgewinn oder -verlust) zuzüglich der Ausschüttungen (z.B. Dividenden). Im Vergleich zur erwarteten Gesamtrendite der Benchmark wird bei «Übergewichten»-Einstufungen eine deutlich höhere, bei «Marktgewichten»-Einstufungen eine vergleichbare (+/-5%) und bei «Untergewichten»-Einstufungen eine deutlich tiefere Gesamtrendite erwartet. Die Angabe «Restricted» zeigt an, dass aus rechtlichen Gründen die Abgabe von Einschätzungen zum entsprechenden Titel vorübergehend eingestellt wurde, wobei nicht ausgeschlossen ist, dass sich eine vorübergehende Einstellung über einen längeren Zeitraum erstreckt oder sogar zur definitiven Einstellung der Abdeckung führt.

Methodik

Die grundlegenden methodischen Analyse- und Bewertungsansätze, die vom Research der Zürcher Kantonalbank bei der Erstellung ihrer Publikationen berücksichtigt bzw. verwendet werden, finden Sie unter https://research.mailing.zkb.ch/SingletrackCMS_DownloadDocument?docRef=d51e3c40-79b1-4a40-bf7b-868aae66911f. Es handelt sich bei dieser Finanzanalyse zu Schweizer Aktiengesellschaften, Schweizer Immobilienfonds und Schweizer Emittenten um primäres Research (d.h., die zugrunde liegenden Informationen können direkt vom Emittenten stammen).

Sofern nichts anderes erwähnt wird, basieren die Empfehlungen und Einstufungen auf einer Fundamentalanalyse. Auf der Grundlage der veröffentlichten und allenfalls adjustierten Zahlen (Bilanz, Erfolgsrechnung, Cashflowrechnung etc.) und des Branchen- und Marktumfelds erstellen die Finanzanalysten Prognosen. Zur Anwendung kommen Bewertungsmethoden wie Discounted Cashflow, Bewertungsvergleiche im historischen Kontext, im Vergleich zu Konkurrenten oder Unternehmen in vergleichbaren Sektoren/Märkten oder Sum-of-the-Parts-Bewertungen.

Eine Vielzahl von Faktoren kann Einfluss auf den Geschäftsverlauf haben und dazu führen, dass die effektive Entwicklung von der ursprünglichen Prognose abweicht. Dazu gehören Wechselkursschwankungen, Veränderungen im Management, konjunkturelle Einflüsse, regulatorische Änderungen, Konkurrenzsituation, technische Probleme mit Produkten, Nachfrageveränderungen, Probleme mit Inputstoffen/Rohstoffen, Fusionen und Akquisitionen etc. Diese Aufzählung ist nicht abschliessend. Entsprechend können die Einstufung und das relative Kurspotenzial jederzeit aufgrund neuer verfügbarer Informationen ändern.

Aktualisierung

Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Schätzungen und Prognosen stellen die aktuellen Sichtweisen und Meinungen der aufgeführten und für den Inhalt dieses Berichts verantwortlichen Finanzanalysten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar und können sich daher ohne Vorankündigung ändern. Berichte über Emittenten oder Finanzinstrumente werden grundsätzlich, und solange nichts anderes vermerkt ist, anlässlich der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen oder beim Bekanntwerden von kurs- oder ratingrelevanten Informationen vom Research der Zürcher Kantonalbank aktualisiert. Ob und wann eine Aktualisierung erfolgt, steht im alleinigen Ermessen der Zürcher Kantonalbank. Diese ist nicht verpflichtet, den vorliegenden Bericht zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen. Ein fester Aktualisierungszyklus ist nicht vorgesehen. Wird die Abdeckung eines Emittenten beendet, informiert die Zürcher Kantonalbank die Research-Empfänger schriftlich.

Quellenangabe

Die Informationen in diesem Bericht stammen aus verschiedenen Quellen, die unseres Erachtens zuverlässig sind. Grundsätzlich stammen alle Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen. Sofern dies nicht der Fall ist (etwa wenn die Zürcher Kantonalbank Informationen direkt vom Emittenten erhalten hat), enthält der Bericht einen entsprechenden Vermerk.

Zuständige Aufsichtsbehörde

Die Zürcher Kantonalbank untersteht der prudenziellen Aufsicht durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

Diverse rechtliche Hinweise

Der vorliegende Bericht dient ausschliesslich Informationszwecken. Er stellt weder ein Angebot oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen oder zur Teilnahme an einer bestimmten Handelsstrategie dar und sollte auch nicht als solcher verstanden werden; der Empfänger ist für eine eigenständige Beurteilung verantwortlich. Die in diesem Bericht erörterten Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Dieser Bericht berücksichtigt nicht die Anlageziele, die finanzielle Situation oder die spezifischen Bedürfnisse eines bestimmten Anlegers. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Beizug eines unabhängigen Beraters die Informationen in Bezug auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen aus rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher oder anderer Sicht zu prüfen.

Dieser Bericht ist kein Prospekt und kein Basisinformationsblatt. Er wurde von der Zürcher Kantonalbank mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die Zürcher Kantonalbank gibt jedoch weder eine ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Gewährleistung ab, noch übernimmt sie eine Garantie für den Inhalt, insbesondere nicht für die Vollständigkeit, Zuverlässigkeit oder Richtigkeit der Informationen. Die Zürcher Kantonalbank lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Dieser Bericht erhebt nicht den Anspruch, eine vollständige Darstellung oder Zusammenfassung der darin erwähnten Wertpapiere, Märkte oder Entwicklungen zu bieten.

Sofern es sich bei einem Bericht lediglich um eine Zusammenfassung einer Researchpublikation handelt, stehen weiterführende Informationen zur jeweiligen Gesellschaft in Form der «Daily Market Opinion» oder von Studien zur Verfügung. Bezüglich dieser zusätzlichen Informationen wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Kundenbetreuer.

Wenn ein Finanzinstrument auf eine andere Währung als die des Anlegers lautet, kann sich eine Änderung der Wechselkurse nachteilig auf den Kurs oder den Wert des Finanzinstruments oder die daraus erzielten Erträge auswirken, und Anleger, die auf der Grundlage dieses Berichts eine Anlage tätigen, tragen das Währungsrisiko. Die Erträge aus Finanzinstrumenten können schwanken, da deren Kurs oder Wert entweder direkt oder indirekt steigen oder fallen kann. Vergangene Performance ist kein Indikator für zukünftige Performance. Der Kurs von Wertpapieren kann sowohl steigen als auch sinken. Infolgedessen erhalten Anleger möglicherweise den ursprünglich investierten Betrag nicht zurück. Wechselkursveränderungen können den Wert von Anlagen sowohl vergrössern als auch reduzieren.

Die Verbreitung und/oder Vervielfältigung dieses Berichts oder von Teilen davon ist untersagt, es sei denn, es liegt diesbezüglich eine schriftliche Vereinbarung mit der Zürcher Kantonalbank vor. Zusätzliche Informationen zu den in diesem Bericht behandelten Finanzinstrumenten sind auf Anfrage erhältlich.

Publikationen auf Anfrage

Bei Interesse können folgende Publikationen auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden:

- DMO-Übersichtsseite mit dem Titel «DMO Early Bird» (Vorabpublikation mit den wesentlichen Einschätzungen aus gleichentags folgenden Research-Publikationen)
- Einfaches Analystenmodell

Verwendung im Ausland

Dieser Bericht richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbietet. Bonitätseinschätzungen (Ratings) der Zürcher Kantonalbank sind ausschliesslich für die Verbreitung in der Schweiz zugelassen.

Zusätzliche Informationen für Kunden im Vereinigten Königreich

Die Zürcher Kantonalbank ist eine unabhängige öffentlich-rechtliche Einrichtung, die nach Schweizer Recht und dem Recht des Kantons Zürich gegründet wurde und tätig ist und über eine Schweizer Banklizenz verfügt. Sie hat keinen ständigen Geschäftssitz im Vereinigten Königreich und unterliegt nicht dem Financial Services and Markets Act 2000. Der Schutz, den das britische Regulierungssystem bietet, gilt nicht für die Empfänger von Informationen oder Unterlagen, die von der Zürcher Kantonalbank zur Verfügung gestellt werden, und Entschädigungen im Rahmen des Financial Services Compensation Scheme werden nicht gewährt. Die ZKB Securities (UK) Ltd., Mutual House, 70 Conduit Street, London W1S 2GF, United Kingdom («ZKB Securities»), gegründet in England und Wales als Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Companies Act 2006 mit der Firmennummer 12488177, ist von der Financial Conduct Authority beaufsichtigt und autorisiert mit der Firmenreferenznummer 922650 und befugt, Research im Vereinigten Königreich zu vertreiben.

Sofern die ZKB Securities diesen Bericht nicht selbst verbreitet, genehmigt sie ihn im erforderlichen Umfang als finanzielle Vertriebsförderung für die Zwecke von Abschnitt 21 des Financial Services and Markets Act 2000 und in Übereinstimmung mit dem Conduct of Business Sourcebook im Financial Conduct Authority Handbook. Dieser Bericht ist nur zur Verteilung an geeignete Gegenparteien oder professionelle Kunden bestimmt. Die Zürcher Kantonalbank handelt nicht mit Retailkunden; sollten solche diesen Bericht erhalten, sollten sie ihn und seinen Inhalt ignorieren.

Jeglicher Kontakt mit Finanzanalysten, Brokern oder anderen Mitarbeitenden der Zürcher Kantonalbank muss direkt über die Zürcher Kantonalbank erfolgen und nicht über Büros oder Mitarbeitende von mit der Zürcher Kantonalbank verbundenen Unternehmen in Grossbritannien.

Eine Zusammenfassung der Weisung der ZKB Securities zum Umgang mit Interessenkonflikten finden Sie auf <https://www.zkb.co.uk>.

Zusätzliche Informationen für US-Personen

Dieser Bericht wird in den Vereinigten Staaten von Auerbach Grayson & Company LLC («AGC»), einem bei der U.S. Securities and Exchange Commission registrierten Broker-Dealer und Mitglied der Financial Industry Regulatory Authority und der Securities Investor Protection Corporation, vertrieben. AGC übernimmt die Verantwortung für diesen Bericht im Sinne des US-Rechts.

US-Personen, die diesen Bericht erhalten und eine Transaktion mit einem in diesem Bericht erwähnten Wertpapier tätigen möchten, sollten sich mit AGC unter +1 212 557 4444 in Verbindung setzen. Dieser Bericht ist, wenn er von der Zürcher Kantonalbank von ausserhalb der Vereinigten Staaten verteilt wird, ausschliesslich zur Verteilung an «major U.S. institutional investors» gemäss Rule 15a-6 des U.S. Securities Exchange Act von 1934 in der jeweils gültigen Fassung bestimmt.

Weder AGC noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, einschliesslich ihrer Mitarbeitenden, besitzen 1% oder mehr irgendeiner Kategorie der Aktien der in diesem Bericht analysierten Unternehmen. Darüber hinaus haben weder AGC noch die mit ihr verbundenen Unternehmen (a) in den letzten 12 Monaten ein öffentliches Wertpapierangebot für die jeweiligen Emittenten durchgeführt; (b) in den letzten 12 Monaten eine Vergütung für Investmentbanking-Dienstleistungen von den jeweiligen Emittenten erhalten; noch erwarten sie (c), innerhalb der nächsten 3 Monate eine Vergütung für Investmentbanking-Dienstleistungen von den jeweiligen Emittenten zu erhalten, oder beabsichtigen, eine solche einzufordern.

AGC hat zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Berichts keine Market-Making-Aktivitäten in den Wertpapieren der betreffenden Emittenten ausgeübt.

Copyright © 2025 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.